

El Cercle d'Economia, juntamente con CaixaBank Research, os ofrece cada mes un breve análisis de la situación económica global.

---

## Les claves económicas del mes Julio 2023

### El BCE y la Fed quieren subir los tipos aún más

Oriol Aspachs, Director de Economía Española en CaixaBank Research

---

La inflación estadounidense sigue moderándose, pero la actividad aguanta. Los indicadores de confianza se mantuvieron en terreno expansivo en junio y el mercado laboral conservó una destacable fortaleza, con un ritmo de creación de empleo muy elevado y un crecimiento salarial todavía muy dinámico. Además, el sector inmobiliario, especialmente sensible a los elevados tipos de interés, ofreció nuevas señales de resiliencia, con un repunte del 12,2% intermensual en las ventas de nuevas viviendas. En conjunto, los datos del 2T apuntan a un nuevo avance del PIB, que podría situarse alrededor del 0,4% intertrimestral. Ello supondría solo una ligera ralentización respecto al 0,5% registrado en el 1T. En cambio, el ritmo al que la tasa de inflación se modera es más alegre. En mayo, descendió 9 décimas y se situó en el 4,0%, gracias al fuerte descenso de los precios energéticos (-3,6% intermensual).

La eurozona, de más a menos y con disparidades. La industria sigue reportando cifras muy débiles, con una producción industrial que apenas anotó un +0,2% interanual en abril y unos PMI manufactureros sostenidamente en zona contractiva (44,7 puntos en el promedio del 2T y 43,6 en junio). Así, los servicios (PMI en los

54,6 puntos en el promedio del trimestre, aunque bajando hasta los 52,4 en junio) y el mercado laboral (con una tasa de paro del 6,5% en mayo, mínimo histórico) continúan como principal sostén de la actividad. Por otro lado, también se observa un contraste entre la resiliencia de las economías de la periferia y la debilidad del núcleo. En concreto, las revisiones estadísticas del PIB del 1T confirmaron una Alemania en recesión técnica (-0,3% intertrimestral en el 1T 2023 y -0,5% en el 4T 2022). Ello, sumado a la volatilidad de Irlanda (-4,6% intertrimestral) y la contracción de los Países Bajos (-0,7%), arrastró al conjunto de la eurozona (-0,1% intertrimestral tras una estimación inicial del +0,1%), a pesar del dinamismo de España (+0,5%) e Italia (+0,6%) y un avance moderado en Francia (+0,2%). Con todo, a lo largo del 2T las disparidades se han ido resolviendo a la baja, con un deterioro generalizado de los índices de confianza, tanto entre países como sectores, de modo que el PMI compuesto del conjunto de la eurozona acabó situándose en zona contractiva en junio.

*La inflación europea desciende, pero gradualmente.* En junio, la inflación general del conjunto de la eurozona disminuyó hasta el 5,5% interanual (-0,6 p. p. respecto a mayo), mientras que, tras dos meses de moderación, la inflación núcleo (que excluye energía y todos los alimentos) repuntó 1 décima hasta el 5,4% interanual. De todas formas, cabe esperar que la inflación núcleo siga descendiendo en los próximos meses. De hecho, una medida de la inflación que captura mejor la evolución actual de los precios, el llamado *momentum* (la variación del IPCA promedio de tres meses sobre el promedio de los tres meses inmediatamente anteriores, debidamente anualizada y desestacionalizada), apunta a una general del 3,8% y a una núcleo del 4,3% en junio.

*Los bancos centrales creen que son necesarias subidas de tipos adicionales.* En sus reuniones de junio, los principales bancos centrales apuntaron la necesidad de endurecer todavía más el sesgo restrictivo de la política monetaria. El mes arrancó con unos inesperados aumentos de tipos en Canadá y Australia, cuyos bancos centrales habían decidido pausar el ciclo de subidas a inicios de este año. En EE. UU., la Reserva Federal mantuvo sin cambios los tipos oficiales en el intervalo 5,00-5,25%, en consonancia con lo esperado, si bien sorprendió al señalar al menos dos subidas más en lo que resta de año. Los implícitos en los mercados monetarios cotizan una elevada probabilidad de dos subidas adicionales, mientras que se aplaza a inicios de 2024 el inicio de las bajadas. Por su parte, tal y como se esperaba, el BCE sí subió los tipos de interés en 25 p. b. y situó el depo en el 3,50%. Pero, además, el

BCE sugirió un nuevo incremento de los tipos en julio y los mensajes más recientes de algunos miembros del BCE han puesto sobre la mesa la posibilidad de subidas adicionales en septiembre.

Los tipos soberanos recogen el nuevo cambio de expectativas en los tipos de interés oficiales. El ajuste de las expectativas sobre la evolución de los tipos oficiales ha generado un ascenso de los tipos soberanos, especialmente en los bonos de corta duración. Como resultado, las principales curvas soberanas ampliaron su inversión: en EE. UU. el diferencial en la rentabilidad del bono con vencimiento a 10 años frente al bono a 2 años alcanzó los -100 p. b., el mínimo desde la década de 1980, mientras en la curva alemana este diferencial se situaba en los -80 p. b., el nivel más bajo desde 1992. Por su parte, los tipos interbancarios ascendieron a ambos lados del Atlántico y, en Europa, el euríbor a 12 meses superó el umbral del 4,0% por primera vez desde 2008. Entre tanto, las primas de riesgo de la deuda periférica europea extendieron el buen comportamiento, con descensos en torno a los 5 p. b. en junio tanto en España (hasta los 100 p. b.) como en Portugal (hasta los 70 p. b.), a pesar de la confirmación de que el BCE dejará de invertir la totalidad de los vencimientos del APP.

La economía española va perdiendo dinamismo. El INE revisó ligeramente al alza el crecimiento del PIB del 1T 2023, hasta un 0,6% intertrimestral (1 décima por encima de lo estimado inicialmente), por lo que en dicho trimestre ya habría superado el nivel prepandemia. Los datos referentes al 2T sugieren que la economía sigue creciendo, pero a un ritmo más moderado. La debilidad de la industria se está intensificando, como refleja el retroceso del índice de sentimiento empresarial (PMI) del sector manufacturero hasta un 48,0 en junio, por debajo del nivel que delimita la zona expansiva (50) y el más bajo en seis meses, y la caída de la producción industrial en abril-mayo (-0,5% respecto al 1T). Asimismo, el consumo de los hogares prolonga su enfriamiento, tal y como muestra el monitor de consumo de CaixaBank Research, que anota un crecimiento de la actividad de tarjetas españolas en el 2T del 5% interanual, por debajo del registro del trimestre anterior (9%). También el mercado laboral está perdiendo empuje. En junio, los afiliados medios a la Seguridad Social aumentaron en 54.541 personas, el dato más flojo en dicho mes desde 2015 y que contrasta con los registros de junio de 2022 (115.000) y del promedio de los meses de junio de 2014-2019 (74.000). En términos desestacionalizados, el empleo anota una caída de 20.119 afiliados, el primer descenso desde julio del año

pasado. Solo el sector servicios sigue ofreciendo buenas cifras, aupado, en gran medida, por la excelente temporada turística. La entrada de turistas extranjeros en mayo superó los 8,2 millones, un 3,8% por encima del mismo mes de 2019 (+1,2% en abril y -3,5% en el 1T 2023), y el gasto turístico se aproximó a los 8.500 millones de euros, superando en un 19,5% el registro de mayo de 2019.

La tasa de inflación ya se ha situado por debajo del 2,0% en España. Todavía no se puede dar por cerrado el *shock* inflacionista, pero el dato que se ha conocido en el mes de junio (un 1,9%, concretamente) podría marcar el inicio de una nueva fase para la economía española. A diferencia de lo que solía pasar históricamente, mientras que la mayoría de las economías desarrolladas todavía sufren aumentos de precios elevados, parece que esta vez la economía española va un paso por delante y ya presenta tasas de inflación moderadas. Los próximos meses serán claves para confirmar que no se trata de un hecho puntual. Y si se ratifica esta nueva tendencia, las implicaciones serán muy positivas.

Las señales de que la inflación se puede estar adentrando en una nueva fase son múltiples, pero destacan tres. Primero, los factores que impulsaron el aumento de precios en primera instancia ya se han desvanecido. El precio del petróleo y el del gas se encuentran en niveles similares a los del año 2021, así como el del resto de materias primas que también experimentaron un fuerte aumento tras la invasión rusa de Ucrania. Dejar de poner leña al fuego es el primer paso para que se apague.

Segundo, el cambio de tono de las presiones inflacionistas es generalizado en la mayoría de los componentes del IPC, de manera que los efectos indirectos del *shock* inicial al conjunto de bienes de consumo parecen estar llegando a su fin. Así, mientras que en enero cerca del 25% de los bienes presentaba un aumento de precios superior al 20% (variación mensual anualizada ajustada de estacionalidad), en mayo, la proporción apenas alcanzaba el 2% y más del 30% de los bienes ya anotaban una caída de precio. Este cambio de tendencia también se observa en los alimentos. En este caso, el 45% llegó a presentar un aumento de precios superior al 20%, pero los últimos datos muestran que esta situación se ha revertido. Prácticamente no hay alimentos que registren aumentos de precios tan elevados, y en cambio cerca del 30% anotan caídas de precio.

Tercero, *las presiones salariales están siendo contenidas*. Según el indicador de salarios de CaixaBank Research, los ingresos salariales aumentaron un 3,9% en mayo. Además, gracias al acuerdo alcanzado entre patronal y sindicatos, podemos anticipar que en los próximos años no se producirá una aceleración, de manera que no debería convertirse en un factor que dificulte el ajuste de la inflación.

Todo ello hace pensar que es difícil que en los próximos meses se vuelva a producir un repunte muy significativo de la inflación. En función de cómo evolucione el precio de la energía y de cuándo se retiren las medidas de apoyo del Gobierno, la inflación podría repuntar ligeramente por encima del 3%, pero es menos probable que se vuelva a superar la cota del 4% en los próximos trimestres.

Si se cumple este escenario, *los hogares podrán seguir recuperando el poder adquisitivo* que perdieron durante los últimos trimestres. En concreto, la renta bruta disponible por hogar en términos reales (esto es, descontando el efecto del aumento de precios), tras retroceder un 5,0% en 2022, es de esperar que este año ya anote una tasa de crecimiento positiva, que podría acercarse al 1,0%.

Otro aspecto destacable es la *mejora de la competitividad de la economía española* que está teniendo lugar gracias a las menores presiones inflacionistas. Desde enero de 2022, el aumento de precios acumulado en la eurozona ha sido 3 p. p. superior al que se ha registrado en España, un factor que está ayudando a la excelente evolución de las exportaciones españolas.

Oriol Aspachs  
Julio de 2023

Con la colaboración de:



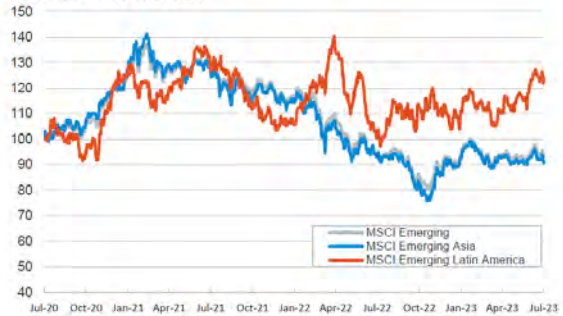
### Main advanced stock markets

Index (100=Three years ago)



### Emerging economies stock markets

Index (100=Three years ago)



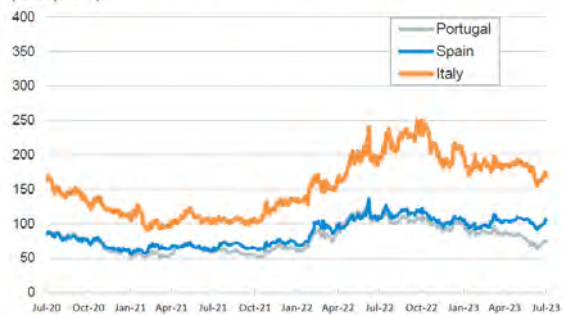
### Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



### Risk Premium on 10-year debt: Italy, Spain, and Portugal

(basis points)



### Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro)



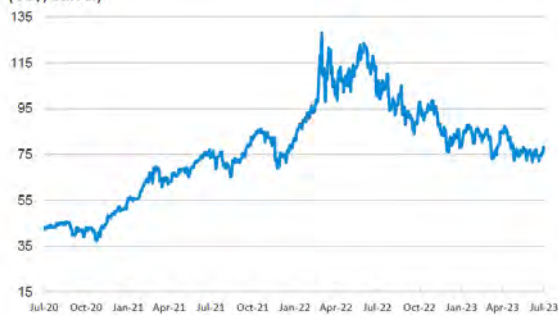
### Exchange rate: Emerging economies Index

Index (100=Three years ago)



### Brent oil price

(US\$/barrel)



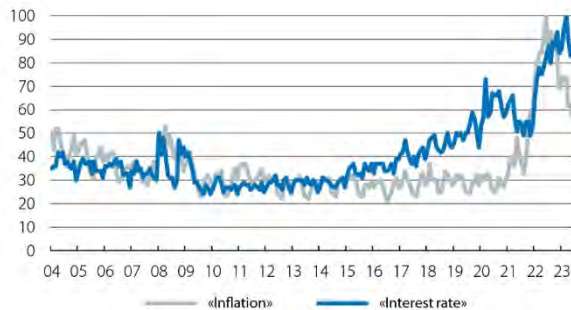
### Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



### Mundo: búsquedas en Google de inflación y tipos de interés

Índice (100 = máximo)

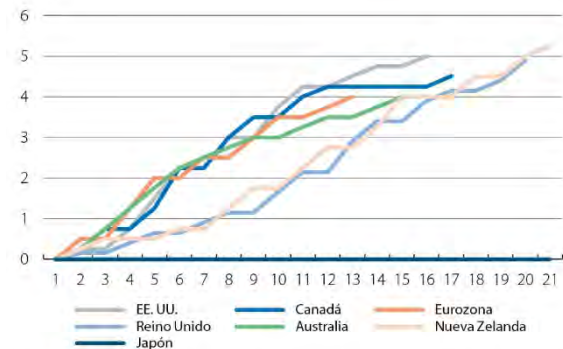


**Notas:** Los números reflejan el interés de búsqueda en relación con el valor máximo. Un valor de 100 indica la popularidad máxima del término, mientras que 50 indica que un término es la mitad de popular en relación con el valor máximo.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Google Trends.

### El ciclo de subidas de los tipos de interés de distintos bancos centrales

(p.p.)

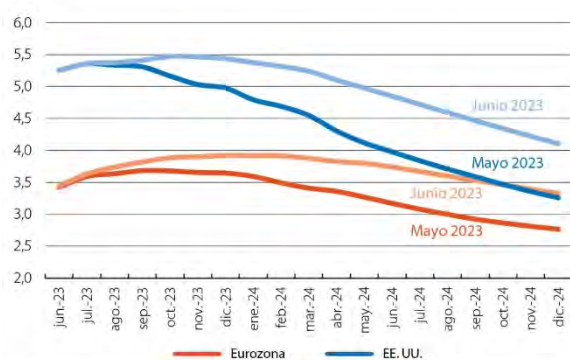


**Notas:** En el eje horizontal, mostramos los meses transcurridos desde la primera subida de este ciclo. En el eje vertical, los p.p. en los que han aumentado los tipos de interés oficiales desde entonces.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Expectativas sobre los tipos de interés de referencia de la Fed y el BCE

(%)



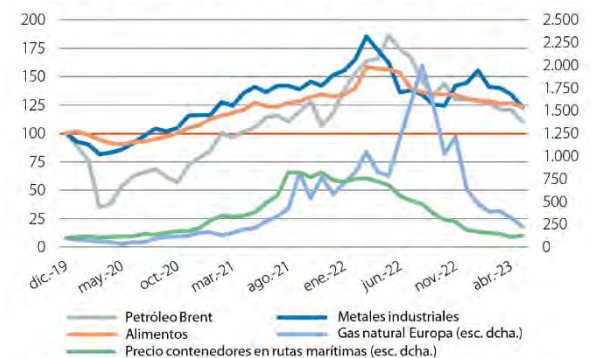
**Nota:** Forwards sobre el EFFR y el tipo OIS de la eurozona a partir de curvas de interés de mercado.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Precio de distintos commodities y servicios globales

Índice (100 = diciembre 2019)

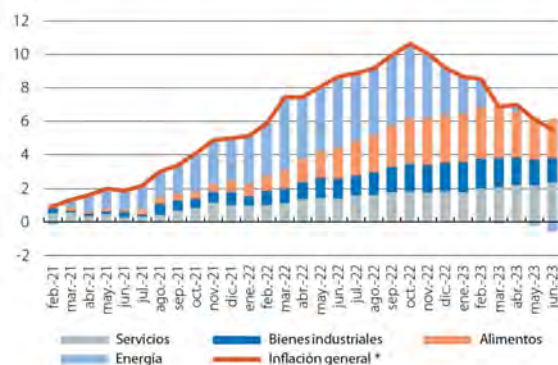
Índice (100 = diciembre 2019)



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg, de la Food and Agriculture Organization and de Freightos.

### Eurozona: contribución a la inflación general

(p.p.)



**Nota:** \* Variación interanual.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

### Eurozona: intenciones de precios de venta según encuestas a empresas

Balance (%)\*



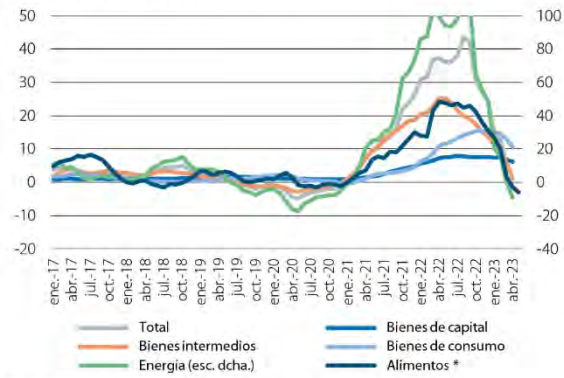
**Nota:** \* Diferencia entre el número de empresas que tienen la expectativa de «incrementos» de precios y las que tienen la expectativa de «reducción» de precios.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.



### Eurozona: precios de producción

Variación interanual (%)



**Nota:** \* Índice de precios a pie de granja recopilado por el BCE.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y del BCE.

### Eurozona: salarios

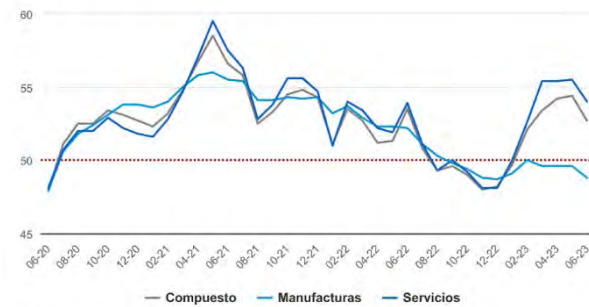
Variación interanual (%)



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, del BCE y de Indeed.com.

### Indicadores globales PMI

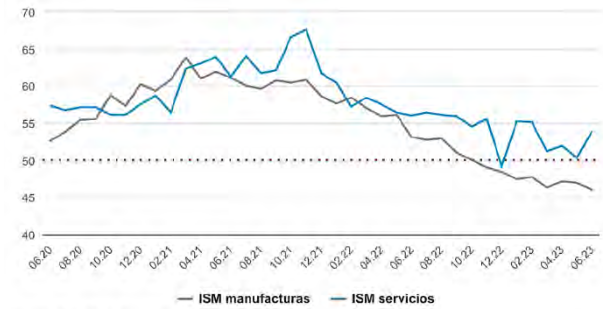
Nivel



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

### EE. UU.: indicadores de sentimiento

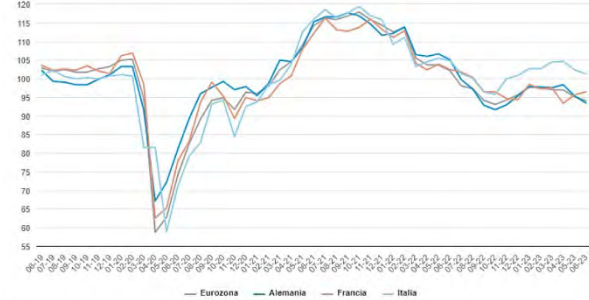
Nivel



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del ISM.

### Eurozona: índice de sentimiento económico

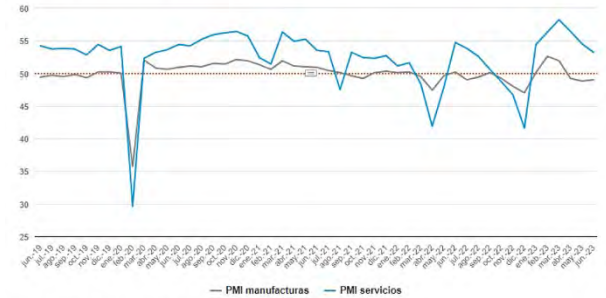
Nivel



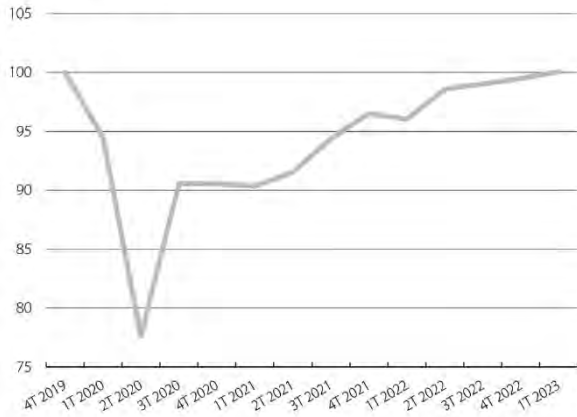
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

### China: indicadores de actividad

Nivel



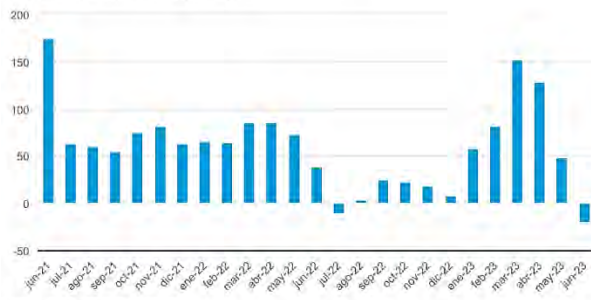
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China.

**España: PIB**  
 Índice (100 = 4T 2019)


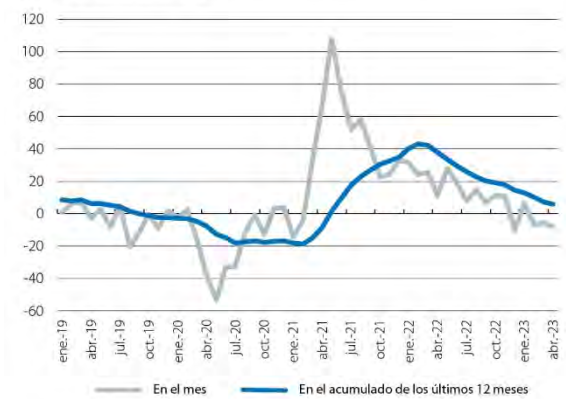
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**España: índices PMI**  
 Nivel


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global.

**España: afiliados a la Seguridad Social\***  
 Variación intermensual (miles)


Nota: \*Serie desestacionalizada.  
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITES.

**España: compraventas total de vivienda**  
 Variación interanual (%)


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

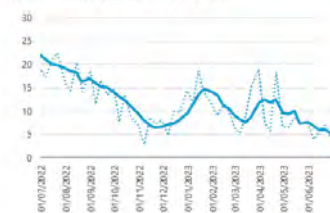
## Consumo en el conjunto de España

Gasto y reintegros con tarjetas emitidas por CaixaBank y gasto de extranjeros en TPV CaixaBank\*

Variación interanual	Semanas de mayo						Semanas de junio								
	1T 2023	2T 2023	feb-23	mar-23	abr-23	may-23	15-17/5	20-22/5	25-27/5	30-31/5	Jun-23	1/6-7/6	8/6-14/6	15/6-21/6	22/6-30/6
<b>Tarjetas españolas</b>	9%	5%	6%	10%	7%	5%	4%	6%	4%	7%	3%	3%	4%	6%	1%
Consumo presencial (exc. reintegros)	12%	7%	9%	13%	9%	7%	9%	6%	3%	8%	4%	5%	5%	6%	2%
• Bienestar y necesidad	19%	18%	20%	20%	20%	21%	18%	21%	19%	23%	14%	17%	14%	16%	11%
• Retail	8%	-2%	1%	15%	4%	-2%	4%	-4%	-12%	1%	3%	-1%	2%	5%	6%
• Transporte	-4%	-12%	-5%	-6%	-9%	-12%	-10%	-11%	-14%	-12%	-17%	-15%	-17%	-17%	-10%
• Ocio y restauración	21%	12%	12%	23%	18%	9%	17%	8%	10%	4%	10%	7%	14%	11%	9%
• Turismo (alojamiento, agencias...)	15%	1%	7%	18%	10%	0%	11%	-2%	-6%	-1%	-5%	-11%	-4%	-4%	-3%
Reintegros	0%	0%	-2%	2%	0%	0%	-7%	6%	-1%	2%	0%	-4%	1%	-1%	4%
e-commerce	16%	8%	15%	16%	11%	10%	10%	7%	12%	10%	5%	12%	5%	14%	-7%
<b>Tarjetas extranjeras</b>	35%	18%	30%	29%	23%	19%	23%	20%	25%	11%	13%	7%	10%	13%	20%
Consumo presencial (exc. reintegros)	34%	18%	30%	29%	22%	20%	25%	21%	29%	11%	13%	7%	12%	12%	19%
Reintegros	-11%	-11%	-17%	-16%	-9%	-10%	-10%	-7%	-13%	-10%	-13%	-13%	-13%	-16%	-6%
e-commerce	58%	26%	50%	52%	26%	24%	24%	28%	25%	21%	22%	15%	12%	25%	33%
<b>Total españolas y extranjeras</b>	12%	7%	9%	12%	9%	8%	7%	9%	7%	8%	5%	4%	5%	7%	4%

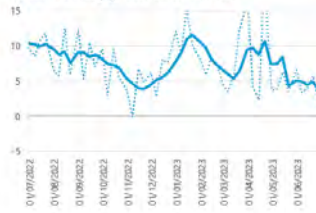
### Total españolas y extranjeras

Variación interanual (%), media móvil de 4 semanas\*\*



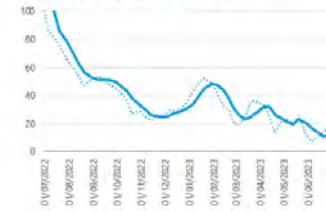
### Tarjetas españolas

Variación interanual (%), media móvil de 4 semanas\*\*



### Tarjetas extranjeras

Variación interanual (%), media móvil de 4 semanas\*\*



## España: tipo de cambio efectivo real según el IPC

Índice (100 = 2015)

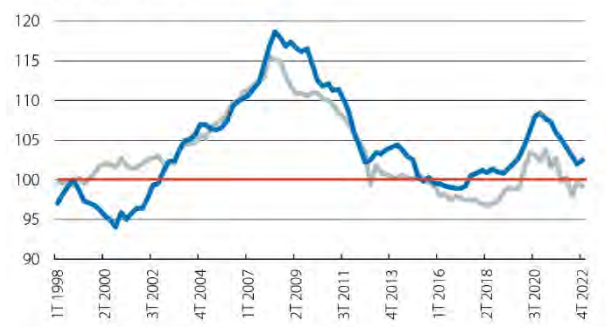


**Notas:** Los 37 países industrializados incluyen la UE-27 más Australia, Canadá, EE. UU., Japón, Noruega, Nueva Zelanda, México, Suiza, Reino Unido y Turquía. La medida frente a la eurozona, al no mediar un tipo de cambio, corresponde a la ratio entre la inflación en España frente a la de la eurozona. Ambas series han sido suavizadas mediante un ajuste estacional.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España y de Eurostat.

## España: tipo de cambio efectivo real según coste laboral unitario

Índice (100 = 2015)

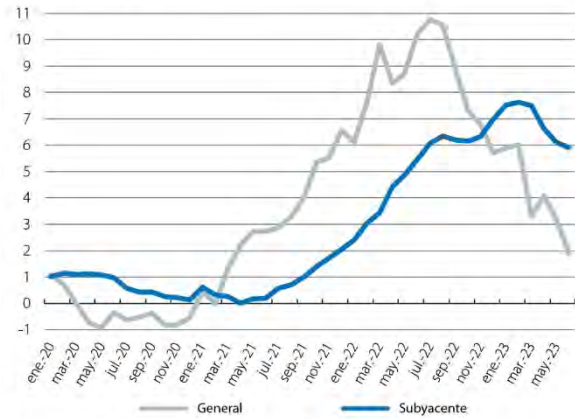


**Notas:** Los 37 países industrializados incluyen la UE-27 más Australia, Canadá, EE. UU., Japón, Noruega, Nueva Zelanda, México, Suiza, Reino Unido y Turquía. La medida frente a la eurozona, al no mediar un tipo de cambio, corresponde a la ratio entre los costes laborales unitarios en España frente a los de la eurozona.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España y de Eurostat.

### España: evolución del IPC

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### España: ratio de las exportaciones de bienes españolas

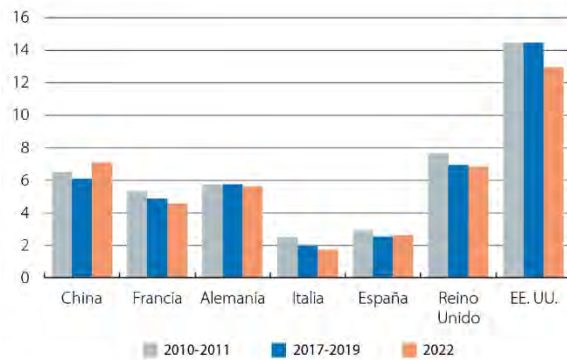
(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Organización Mundial del Comercio.

### Cuota de las exportaciones de servicios sobre el total mundial

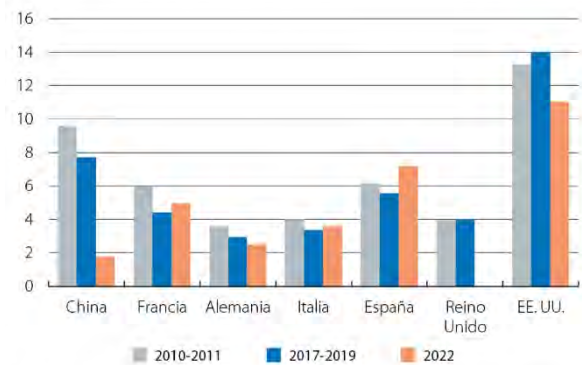
(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Organización Mundial del Comercio.

### Cuota de las exportaciones de servicios turísticos en el total mundial por países

(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Organización Mundial del Comercio.